

# 国内不動産へと向かう 海外リスクマネーの変化

2008年に入り、その様相が大きく変わりつつある日本の不動産投資市場。2005年頃から2007年にかけては、低コストでの潤沢な融資によって、投下自己資金に対する期待利益を高く見込むことができたこともあり、海外の投資家・ファンドによるリスクマネーが大量に日本の不動産へと押し寄せた。しかし、米国でのサブプライム問題による信用収縮が世界的規模で拡大したことで、不動産を含めたリスクアセット全般に対する警戒感が上昇。今秋には、大量の不動産ローン担保証券の発行元である米大手証券会社の破綻をはじめ、サブプライム問題で損失を被った各金融機関への公的資金投入が相次いでいる。

これに対し、日本国内における不動産ファンダメンタルズは、世界の主要都市と比較しても引き続き堅調という見方もあり、事実、投資姿勢を堅持し続ける海外の投資家やファンドが依然見受けられる。このような市場の転換期に

おいて、海外投資マネーの属性はどのように変化し、何を求め、どこへ向かおうとしているのだろうか。今号の不動産金融レポートでは、日本の不動産投資マーケットの過去2、3年と今年2008年における海外からのマネーフローの変化に着目しながら、現時点におけるその動向について、不動産コンサルタント、アセット/ファンドマネジャー、シンクタンクの各識者にインタビュー。国内不動産投資市場における海外の投資家・ファンドの顔ぶれとその投資スタンスの変化をはじめ、グローバルマネーの運用サイドから見た市況感とファンドの運営状況、そして、サブプライム問題を機に脚光を浴びることとなった海外の政府系ファンドについて、それぞれ最近動向を踏まえながらその実態についてうかがった。

※当シリーズにおける各社へのインタビューは2008年10月に実施しており、本誌発行の2008年12月における最新の不動産・金融市況に鑑み、記事の内容と一部そぐわないことも予想されますのでご了承ください。

# 日本の不動産投資市場における 海外投資家の顔ぶれと投資マネーの変化

シービーアールイー・ジャパン株式会社

シービーアールイー・コンサルティング エグゼクティブ・ディレクター

アンディー・ハーファート



## オポチュニスティック・ファンドが 台頭していた 日本の不動産投資市場

2008年の日本国内における不動産投資マーケットの状況は、ここ数年と比較して大きく変化してきています。まず近年の動向を振り返ってみましょう。

05年から07年にかけてのマーケットには、日本の不動産を手に入れようとする海外の資本があふれていました。これは日本の市場が復活したということだけでなく、不動産投資家にとって資金調達のしやすさにも大きな魅力があったからです。例えば、ニューヨークやロンドン、パリ、シドニーといった世界の主要都市における成熟した不動産マーケットでは、初期の利回りよりも借入れコストのほうが高くなります。一方、日本では低コストで潤沢な借入金を調達することができましたから、海外の投資家にとって日本はとても魅力的であったことだろうと思います。彼らはこうした資金を活用して日本の不動産を手に入れ、調達コストを上回るポジティブなスプレッドを早期に手に入れることができたのです。

つまり、07年までは、オポチュニスティックな海外の投資家グループが、不動産としての特徴や質よりも、レバレッ

ジや為替ヘッジなどを用いることによって、利益を最大化するファイナンススキームに関心を持っていたということでした。こうしたスキームを使うことにより、仮に利回りの高い物件を持っていれば、潜在的なリターンはますます大きくなったわけです。これが、郊外や地方のオフィスビルにも注目が集まった理由の一つでした。

加えて、昨年、このようなオポチュニスティックな投資家にとっては、4.5%程度の利回りであっても東京23区内におけるオフィスビルは、十分に魅力的な投資対象でした。それは、70~85%程度の高いLTVと為替ヘッジを使うことで、理論上は目標利回りを達成することができたためです。さらに、潜在的なIRR（内部収益率）の利回りは保有期間が短いほど高くなるため、短期間で手放そうとする傾向が見られました。

## ドラスティックに変化する 海外投資家の顔ぶれと その投資スタンス

しかし、08年になってからは以上のような金融工学的な手法は使いづらくなったため、海外からのオポチュニスティックな投資マネーは縮小しました。その要因となったのが米国のサブプライム問題の影響です。昨年まで、海外投資家

に対して積極的に貸付をしていたのはベア・スターンズやリーマン・ブラザーズなどですが、彼らはサブプライム・ローンの影響により破綻しました。現在の経済状況に鑑みて、金融機関はより慎重になっていますが、私の考えでは、これは日本の不動産のファンダメンタルが悪化しているということではなく、米国のサブプライム問題に起因しているものだと思います。

結果として現在、日本のマーケットでもっとも活発な海外投資家の一つは、コア/コアプラスのファンドとなっています。彼らが求めているのは、優良なオフィスビルや立地条件の優れた商業施設など、長期にわたって安定した収入をもたらすことのできる物件です。こうした資産の取引が継続されているのは、今日のように金融機関が不動産融資について慎重な中でも、上記のような大型で優良な物件には融資に応じてくれるからです。

コア/コアプラスの代表格としては、ヨーロッパ（特にドイツ）のオープン・エンド型ファンド、シンガポールのファンダ、そして大規模な国際的なファンドなどがあります。また、資本価値の最大化ではなく、限られたリスクで安定性を求める生命保険会社や年金ファンドも挙げられます。このような

取引の最近の事例としては、今年9月、ドイツのオープン・エンド型ファンドであるDEGIによる、大阪の「ラ・ポルト心斎橋」の取得です。これは、大阪でも選りすぐりの商業地の一つである心斎橋にあり、スペインのファッション・リテラー「ZARA」がメインのテナントとして長期契約を結び入居しているランドマーク的な物件です。まさに、コア/コアプラスの投資家が求めている立地条件と安定性を兼ね備えた物件といえるでしょう。

他方、少しでも中心街を外れたエリアのオフィス、住宅、ホテル、商業施設は、融資を受けることは難しいでしょう。例えば、東京の虎ノ門や丸の内にあるBクラスのオフィスビルはまだ融資を受けられますが、郊外や地方のAクラスビルはその可能性が低いといった具合です。つまり、昨年までは利回り・レバレッジ重視であったのに対して、今日の主要な投資家の関心は、それほど大きなリターンはなくとも、長期間にわたる安定したキャッシュフローを生み出すような、

好立地かつ高品質で、優良なテナントが入居している物件に移っているのです。

また、海外の投資家が関わった最近の不動産取引をみると、リレーションシップ・レンディング、つまり今まで何らかの付き合いのあった金融機関からの融資がとても重要になったことに気が付かれます。例えば、物件を取得したいと考えたヨーロッパのファンドは、長い付き合いのある自国の金融機関の日本支店から融資を受け、日本での売買に充て

ることが考えられます。

## 海外投資家の注目が高まる 日本の不動産マーケット

日本のマーケットには、これまでも積極的に投資してきたGIC（シンガポール政府投資公社）のような重要なプレイヤーが存在し、引き続き投資機会を求めています。その他、政府系の資産運用をするグループや、中東系のファンドも、日本への投資に関心を持っているとされます。実際の投資規模は定かではありませんが、今後、彼らが日本に投資していくことは間違いのないと思われます。特に中東の政府系ファンドについては、今のところ日本での投資規模は大きくないものの、今後は増大するとみられます。

歴史的に見ると、一般論として欧米の不動産投資家は、これまでヨーロッパが40%、米国40%、アジア20%という配分で投資をしていました。しかし、今日ではそれを、三分の一ずつを各地域に振り分けるといって、よりバランスの取れた配分にしようとしています。特

に米国とヨーロッパの一部で不動産マーケットが混乱している現状を見ると、アジアへの投資意欲は高まることでしょう。

アジアを一つの市場として見た場合、日本はもっとも大きな不動産マーケットです。日本の不動産市場は、安定的な金融システムや法体系が整備され、また投資適格物件がプロパティタイプを問わず多岐に渡って存在するなど、成熟度が高いといえます。このような整備された市場に投資を検討する投資家にとって、日

本はアジアにおける第一の投資先になり得るでしょう。MGPA、メリルリンチ、ラサール インベストメント マネージメントなどのグループはアジアに多額の投資をしていますが、日本はその大きな部分を占めると考えられます。そして、このような投資意欲が日本の不動産市場へと注がれた大きな理由は、ひとえに海外の投資家がアジアへ注目したことだといえるでしょう。

日本における投資環境を、欧米と比較して考えた場合、海外の投資家がもう少し改善して欲しいと考えているのがマーケットの透明性です。その理由としては、第一に不動産に関する情報量が比較的少ないということ。そして第二には、その情報のほとんどが日本語でしか提供されていないということです。この不透明性が、海外の投資家が日本で取得した物件を、他国の物件と平準化して比較する際の障壁となったり、あるいは、国内での物件取得におけるデュー・デリジェンスの際に、同じ地域の他の物件との比較を難しくするという状況をもたらしています。ロンドン、ニューヨーク、シンガポール、香港、シドニーなどと比べ、日本では物件比較のベンチマークが得られにくくなっているのです。

他方、日本における法体系は安定しており、立法措置による突然の変化も、アジアの他のマーケットと比較すればさほど心配ではないと考えます。ただ、税制については、より投資がしやすくなるよう簡素化すべきだと考える人はいることでしょう。現在、取引全体の税金支払いを軽減するため、かなり複雑な税制が用いられています。いかなる制度が良いのかについては、投資家とその税金に関するアドバイザーに委ねられるところです。いずれにせよ、海外の投資家にとって、世界第2位の経済規模を誇り、安定した法制度が整備され、成熟した不動産マーケットを擁する日本は、非常に魅力的な市場であることは間違いありません。



# 市場全体が転換期を迎え、 新たなストラテジー構築が急務となった アセット/ファンドマネジャー

アトラス・パートナーズ株式会社

代表取締役 社長

平井 幹久 氏



## ファンドマネジメントから アセットマネジメントへ ウェートをシフト

当社は2003年11月、英国のアトラス・キャピタル・グループの関連会社として設立されました。アトラス・キャピタルはファンドオブファンズを運営し、ヘッジファンドの商品を中心として提供する会社で、同社が30%、残り70%を日本の個人が出資して、国内不動産主体のファンドオブファンズを運営することを目的とするジョイントベンチャーとしてスタートしました。

当社が最初に手掛けたのが、独自のマネジメント手法であるマルチ・マネジャー・ファンドです。これは、外部のアセットマネジャーが組成したファンドを含む複数の優良案件を組み合わせて投資するファンドで、様々なアセットマネジャーに分散させたポートフォリオを組むことで、より広範囲な投資対象のカバレッジとより高度な専門性を追求しています。

国内では、04年6月からこのマルチ・マネジャー・ファンドの第1号の運用をスタートしたのですが、その後、05年からは当社自身もアセットマネジメント業務を開始しました。これは不動産の取得競争が激しくなってきた時期と重なっており、投資の安全性を高めることが目的

でした。これに伴い、事業主体もこちらに移行し、現在では業務全体の三分二がアセットマネジメントとなっています。さらに、08年9月に不動産ファンド運用会社であるグローバンスの事業を継承したことで、アセットマネジメントにおける運用資産はそれまでの600億円超から約1300億円に拡大したのです。

当社の顧客の属性としては、05年までは中東の機関投資家が複数と、欧米の富裕層の資金が中心でした。さらに06年からは、これにフランスの大手銀行ソシエテジェネラルが加わり、07年にはソシエテジェネラルのファンドの対日運用本格化に加えて、クウェートのイスラム金融によるファンド、およびシンガポールのREITが顧客となりました。ここまでの投資家の比率は中東が三分の一、ヨーロッパ三分の二でした。ここにグローバンスから継承した8つのファンドが加わったことで、日本の機関投資家が増え、現在は国内が二分の一、ヨーロッパが六分の二、中東が残りの六分の一という比率になっています。

それぞれの投資家が求めるリターン傾向としては、ソシエテジェネラルとイスラム金融によるファンドは投資期間が5年以上で、IRR（内部投資収益率）で10%台半ばくらいの利回り、中東の政府年金は常に数パーセントのインカムド

リブンでの運用、REITについては安定性が求められているので5~6%の利回りとなっています。

## 中東マネーの 国内流入の先駆けとなる、 イスラム法に準拠した スキームの構築

当社の発展に大きく影響を与えたことのひとつとして、07年、イスラム教のシャリーアに準拠した日本国内における不動産投資スキームの構築が挙げられます。きっかけとなったのは、顧客と会うために中東を訪問した際、いわゆるイスラム金融を使ったファンドの存在を知ったことでした。イスラム金融によるファンドの投資は、世界の大きな市場を見渡せば大抵どこにでもありますが、日本にはありません。懐が深くオポチュニティが大きい欧米の市場と比較して、中東の投資家にとっての日本の市場は、それほど興味が湧く対象ではなかったようです。しかし、グローバルなポートフォリオを組むなら、世界第2位の経済規模を誇る日本にも当然あるべきものと考え、また何とかしたいという想いも強くなりました。

そこでクウェートのブービヤン銀行が運営するブービヤン・グローバル・リアルエステート・ファンド(BGREF)、ハイ

ポ・リアルエステート・キャピタル・ジャパン(HRECJ)と共同でスキームの構築に乗り出したのですが、課題となったのがシャリーアでした。イスラム金融ではローンという仕組みが認められておらず、そのため金利を使わない投資スキームにしなければなりません。そこでファイナンスリースをベースとしたストラクチャーを考案したのです。

具体的にはダブルSPC方式を用いています。まず、投資ピークルである第1SPCがBGREFから投資を受け、HRECJが資金を提供する第2SPCからファイナンスリースの形態でファイナンスを受けて投資を行うというものです。第1SPCは第2SPCに対してリース料として支払うのです。ファイナンスリース契約であれば金利は発生せず、そのためシャリーアに抵触せずに済むというわけです。また、シャリーアでは、アルコールや豚肉を提供するホテルやレストランをはじめ、金利を扱う金融機関をテナントとするビルへの投資も禁じていますが、それは物件を選べば済むことですのでそれほど問題はありません。

このスキーム構築に際して、現実にも最も困難だったのは税制の問題でした。例えば5年のリース契約の場合、第2SPCには1年目と最終年に大きな売上が立ってしまい、税負担が大きくなるのです。これをいかに最小化してリース料に上乘せせずに済ませるか、これが最後までネックとなった部分であり、解消は非常に困難でした。そして、このスキームを利用することにより、07年9月、BGREF

は都内のオフィスビル3棟を43億8000万円で取得しました。これにより当社は、不動産投資における中東マネーの主要な受け皿を日本国内で構築した先駆けとして、高い評価をいただくことができました。

## リスクマネーの運用に警戒感を強める海外投資家

さて、ここで気になるのが日本の不動産市場に対する海外マネーの投資マインドですが、一般論で言えば、周知のとおりかなり冷え込んでいると言わざるをえません。といっても、それは日本市場だけに限らず、2007年の秋以降、世界中のリスク資産全般への投資に対する警戒感が強まっており、日本市場もその中に

含まれているという状況です。海外のファンドに話を聞いても、ファンドレイズが遅れていて、資金を集めようと思ってもかなり様子見の状況となっているようです。投資対象となる不動産の利回りや、物件のランクといったことに関わりな

く、とにかくリスクアセットに対しての資金流入は、かなり止まっているような感触を受けます。

他方、例えばドイツのファンド運用会社であるDEGIが、今年の9月に大阪の店舗ビル「ラ・ポルト心斎橋」を取得したとのこと。同社にとっては初の日本投資だそうです。また、8月には同じくドイツのコメルツ リアルの関連会社が、港区麻布台のオフィスビル「ダヴィンチ神谷町」を取得、さらにドイツのファンド

運用会社であるユニオンインベストメントが、同じく8月に原宿・竹下通りに面した商業施設を取得するなど、依然、不動産取得に活発な動きを見せるファンドが存在するのも見逃せません。

## 市場全体が転換期を迎えるなか新たなストラテジー構築が急務

一方、国内の不動産プレイヤーを見ると、アセットマネジメント会社の動向が気になります。特に自己資金を投資していた先の財務状態が悪くなっています。幸い、当社は無借金で運営していますが、現在の状況を考えると、自社以外のマネジャーを起用するマルチ・マネジャー・ファンドを拡大するのは困難といえるでしょう。

当社では現在、自社でアセットマネジメントをしている案件が約1300億円あります。ポートフォリオに関しては以前はオフィスが主体でした。事業承継したグローバンスが保有していたファンドが、レジデンシャルが四分之三を占め、残り四分の一がオフィス・商業施設・倉庫・ホテルであったため、結果として、現在当社のポートフォリオは全体の半分がレジデンシャル、三分の一がオフィス、残りの六分の一がその他のプロパティタイプという構成になっています。

また、グローバンスのファンドを継承したのと同時に、同社のスタッフ10名を採用しました。これは継承した既存のファンドを維持する上では十分な人員数であり、投資運用業者として今後の他のファンドを組成する上でも大きな戦力になると考えています。

先に触れたとおり、一般論としての海外資金の流入は厳しい状況にありますが、当社はまだまだ新規の投資を展開できるファンド資金を持っています。そうしたファンドの顧客のために、魅力的な長期的投資を継続していきたいと考えています。



# 国内不動産市場への資金流入に期待が高まる海外政府系ファンドの動向

株式会社野村総合研究所

事業戦略コンサルティング一部 副主任研究員

谷山 智彦 氏



## サブプライム問題を機に 脚光を浴びる政府系ファンド

このところ、SWF(ソブリン・ウェルス・ファンド)あるいは国富ファンドとも呼ばれる「政府系ファンド」に注目が集まっています。政府系ファンドが一躍、脚光を浴びたのが、2007年夏に表面化したサブプライム問題に絡んで、資金難に陥ったシティ・グループやモルガン・スタンレーをはじめとする欧米の金融機関に対して、中東やアジアの政府系ファンドが巨額の資金投資をしたことでした。

ですが、政府系ファンドは今に始まったものではありません。古くは1950年代に設立されたクウェート投資庁やサウジアラビア通貨庁、さらに1970年代に設立されたアブダビ投資庁など、いわゆる「オイルショック」を契機に作られたものもあります。一方、中国投資有限責任公司やロシアやドバイの政府系ファンドのように、ここ2~3年の経済構造の変化によって登場したものもあり、政府系ファンドは、設立時期からこの新旧2種類に大別されるといえます。

今日、注目されている政府系ファンドの多くは新興国のものですが、これらが誕生した経済背景としては、2つの大きな要因が挙げられます。第一の要因は石油をはじめとする資源価格が上昇したこ

とで、資源国政府の収益が増えたこと。そして第二の要因は、外貨準備の膨張です。経済のグローバル化が進み、生産と消費、原材料供給の拠点の分化が進む中で、新興国の貿易活動の拡大に伴い外貨準備が増えたことです。これらの要因により蓄えられた資金を運用しようとするのは当然のことであり、そのための窓口として政府系ファンドが続々と台頭し、金融市場で大きな存在となっているのです。

では、政府系ファンドとはどんなファンドなのでしょうか。ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドという用語は、投資戦略や投資対象をその名称として用いています。しかし、政府系ファンドとは政府が関与する資産運用組織や基金の総称として用いられており、投資戦略や投資対象を表すものではありません。したがって、一言で政府系ファンドといっても、あくまで民間のファンドとの対比の意味に過ぎず、その投資対象や手法は多岐に渡ります。

その他の特徴としては、外貨への資金配分が高い、リスク許容度が高い、長期投資であることなどが挙げられます。以前は透明性が低いとの指摘がありましたが、最近になってIMFが行動規範を明示し、各政府系ファンドもこれに応じて情報公開を進めたことで、まだ不十分ではありますが、その実態が徐々に明らかに

なってきたところでは。

## 財源ごとに分類される 4種の政府系ファンド

政府系ファンドは、その財源によりコモディティ、外貨準備、年金資金、財政余剰金の大きく4つに分類されます。以下、それぞれの特徴を簡単にご説明しましょう。

コモディティとは、エネルギー資源や非鉄金属、農作物などの一次産品のことを指します。その代表である石油を例に取れば、原油価格が変動すると、そのまま国家収入が変動します。しかもいずれは枯渇する資源ですから、中東産油国の政府系ファンドでは、国家収入の安定化と次世代に向けたリターンを獲得したいと考えています。また、コモディティが豊富な国々では、いわゆる「資源の呪い」あるいは「オランダ病」と呼ばれるような、その資源への依存度が高いために他の産業が育ちにくいという傾向が見られます。そこで、これらの国の政府系ファンドは、国家収入の安定のために標準的な分散されたポートフォリオ、特にコモディティ以外の株式や債券、不動産のような長期配当が見込める資産クラスに投資しています。コモディティ投資は通常、オルタナティブ(代替的)投資と呼ばれますが、コモディティ主体の国全体から見れば、他の産業の株式や債券、不動産等がまさにオ

国内市場への投資の機会を捉えることは、国内市場の成長を促すことにつながる。国内市場の成長は、国内市場の成長を促すことにつながる。

ルタナティブなのです。

外貨準備を財源とするのは、工業製品の輸出に強い国々に見られる政府系ファンドで、代表例として中国が挙げられます。こうしたファンドは外貨の下落と借入れの利払いという2つのリスクを抱えているため、それをカバーできる利益が得られるミドルリスク・ミドルリターンでの運用を目指しているのが特徴です。また、外貨準備は緊急の為替介入など、いつ必

要になるかわからないため、すぐに現金化できるような流動性の高い資産に投資する傾向が強く、そのため、不動産のような長期投資は一般的には少ないといえます。また、それぞれの国にはそれぞれの外貨準備政策があります。そのため、例えば外貨準備を米ドル主体で持っている政府がそれを財源とした政府系ファンドを設立した場合、米ドル以外に替えて投資することは、この外貨準備政策と矛

盾します。このように、それぞれの国の政策にあった運用通貨を用いなければならないという制約があるため、運用が比較的難しいという側面があるのです。

年金資金を財源とする場合、政府系ファンドと呼ばないケースもあるので一概には言えませんが、一般の年金基金と同様、将来の支払い債務を見越して、より高いリターンを求めるといえます。反面、他の財源を基盤とするファンドと

## ■主な政府系ファンド一覧

国	政府系ファンド名	英語名	設立年	規模(億ドル)	財源
サウジアラビア	サウジアラビア通貨庁	Saudi Arabia Monetary Agency	1952	3,200	原油
クウェート	クウェート投資庁	Kuwait Investment Authority	1953	2,500	原油
キリバス	収益均等化準備基金	Revenue Equalisation Reserve Fund	1956	6	燐
ババニューギニア	鉱物資源安定化基金	Mineral Resources Stabilization Fund	1974	2	鉱物
アラブ首長国連邦 アブダビ首長国	アブダビ投資庁	Abu Dhabi Investment Authority	1976	8,750	原油
アメリカ合衆国 アラスカ州	アラスカ永久基金	Alaska Permanent Fund Corporation	1976	400	原油
カナダ アルバータ州	アルバータ遺産貯蓄信託基金	Alberta Heritage Savings Trust Fund	1976	164	原油
オマーン	州安定化基金	State General Stabilization Fund	1980	60	原油、天然ガス
ブルネイ	ブルネイ投資庁	Burunei Investment Authority	1983	300	原油
ノルウェー	政府原油保険基金	Government Petroleum Insurance Fund	1986	26	原油
ノルウェー	政府年金基金	Government Pension Fund - Global	1990	3,965	原油
ボツワナ	Pula基金	Pula Fund	1993	50	ダイヤモンド
アゼルバイジャン	原油基金	State Oil Fund	1999	15	原油
イラン	外貨準備基金	Foreign Exchange Reserve Fund	1999	150	原油
カザフスタン	カザフスタン国家基金	Khazakhstan National Fund	2000	180	原油
アルジェリア	収益監督基金	Revenue Regulation Fund	2000	430	原油
アラブ首長国連邦 アブダビ首長国	ムバダラ開発公社	Mubadala Development Company	2002	170	原油
ナイジェリア	超過原油会計	Excess Crude Account	2004	110	原油
カタール	カタール投資庁	Qatar Investment Authority	2005	700	天然ガス
ベネズエラ	国家開発基金	National Development Fund	2005	175	原油
東ティモール	東ティモール原油ファンド	Timor-Leste Petroleum Fund	2005	12	原油、天然ガス
アラブ首長国連邦 アブダビ首長国	アブダビ投資評議会	Abu Dhabi Investment Council	2006	N.A.	原油
チリ	経済社会安定化基金	Economic and Social Stabilization Fund	2006	100	銅
チリ	チリ年金準備基金	Chile Pension Reserve Fund	2006	10	銅
モーリタニア	炭化水素準備基金	National Fund for Hydrocarbon Reserves	2006	0	原油、天然ガス
リビア	リビア投資庁	Libyan Investment Authority	2007	400	原油
アンゴラ	原油準備基金	Reserve Fund for Oil	2007	N.A.	原油
ロシア	国家福祉基金	National Welfare Fund	2008	200	原油
ロシア	準備基金	Reserve Fund	2008	1,200	原油
シンガポール	シンガポール政府投資公社	Government of Singapore Investment Corporation	1981	3,300	外貨準備
香港	香港通貨管理局 投資ポートフォリオ	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	1998	1,100	外貨準備
韓国	韓国投資公社	Korea Investment Corporation	2005	200	外貨準備
中国	中国投資有限責任公司	China Investment Corporation	2007	2,000	外貨準備
アイルランド	国民年金基金	National Pensions Reserve Fund	2001	290	年金資金
オーストラリア	オーストラリア将来基金	Australian Government Future Fund	2006	420	財政余剰金
ニュージーランド	ニュージーランド・スーパー・アニュエーション基金	New Zealand Superannuation Fund	2003	100	年金資金
シンガポール	テマセク・ホールディングス	Temasek Holdings	1974	1,592	財政余剰金
アラブ首長国連邦 ドバイ首長国	イスティスマル	Istithmar	2003	150	政府出資
アラブ首長国連邦 ドバイ首長国	ドバイ・インターナショナル・キャピタル	Dubai International Capital	2004	250	政府出資
マレーシア	カザナ・ナショナル	Khazanah National BHD	1993	250	財政余剰金

注) 規模(億ドル)は推定値を含む。

Copyright © 2008 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

比較して安定性を求めるため、過度のリスクとはならないという側面もあります。実際の運用に関しては、資産クラスの投資対象としては株や債券がほとんどのファンドもあれば、オルタナティブ投資の比重が高いファンドもあるなど、個々のファンドマネジャーの考え次第といえるでしょう。ただし、ここ最近の動きで共通しているのは、債券から株式に変化するなど、リスクウェイトの高い資産にアセットアロケーションを替えていくという動きが、全体の傾向として見られています。

財政余剰金を財源とするファンドは、もともと政府保有の株式や国営企業の民営化、つまりは上場益や株式の売却益など、急激な財政黒字の上昇といった偶発的な収入を財源にしています。そのため、シンガポールやドバイ、マレーシアなどが知られていますが、他の政府系ファンドと比較して、数は少ないといえます。もともと偶発的な資金を原資としているので、リスクの許容度が高いのが特徴で、そのため国家の抱える課題を解決するための政策や事業、あるいはプライベート・エクイティ・ファンドのような企業の買収などの積極的な投資が多く、一番戦略的で、かつ注目を集めがちな投資が行われているといえるでしょう。

### 不動産市場への投資に向くファンド・向かないファンド

政府系ファンドの不動産全般への投資に目を移すと、実物不動産かどうかを別にすれば、ポートフォリオの運用の一環として以前から行われてきました。資産運用の観点から見れば当然ですが、ただし割合としては10%未満がほとんどで、平均すると5~6%程度といったところでしょう。一般のファンドのポートフォリオと同程度ですが、なかにはシンガポールのGIC(シンガポール政府投資公社)やテマセク・ホールディングス、クウェート投資庁のように不動産に積極的なファンドも存在します。

運用サイドから見た不動産投資の最大の魅力は、分散効果ももっとも大きいということです。特に政府系ファンドは15年以上の超長期の投資を見据えることが可能です。その意味で、長期的に安定したインカムゲインを狙え、かつインフレのヘッジも利く不動産投資は、政府系ファンドの投資スタンスにフィットした、魅力的な金融商品といえるでしょう。

ただし、REITについては株式とほぼ同様のものとして考える傾向が強く、政府系ファンドによる不動産投資としては、プライベート・ファンドや実物不動産への投資が多いといえます。これは一部の機関投資家でも同様ですが、REITは不動産という資産クラスではなく、株式として扱われているのが実態でしょう。

また、政府系ファンドによる不動産への大型投資もあり、日本国内を見ても1999年の汐留再開発地域や04年の品川シーサイド・イーストタワー、ウエストタワー、2008年2月のウェスティンホテル東京など、いくつもの例があります。総体的に見ると主要都市のAクラスビルが対象ですが、ファンドオブファンズを通じて購入する場合は、リターンとリスクが合えば、地方の中規模の物件も対象となっています。

財源別にファンドの傾向を見ると、一般論としてですが、外貨準備や年金の場合、ポートフォリオ分散の考え方が標準的なので、不動産に対して積極的な投資はしにくいといえます。特に外貨準備は資金の流動性が重要なので、投資が難しいでしょう。一方、コモディティや財政余剰金は、もともとポートフォリオが偏っていたり、戦略的な産業への投資をするので、こちらの方が不動産投資に合っているといえます。

また、不動産投資の欠点として、個別性が高い、流動性が低い、取引コストが高いなどの点が挙げられます。特に、不動産の海外投資においては、実物不動産であれば現地とのコネクションが必須となります。加えて、不動産に精通したフ

ンドマネジャーやコンサルタントが少ないこともあり、単に不動産投資のウェイトを増やしたいといってもなかなか難しい状況もあるのです。

### 日本の不動産市場への投資拡大の可能性が高まる

今回の金融危機の教訓として、一部の政府系ファンドでは、これまですべてを外国で投資してきましたが、国内からの反発が強く、自国の株を支えるために、今後は積極的な海外投資は控えるという局面も考えられます。この反面、多くの政府系ファンドでは、これまで米国に偏りすぎていた投資を、今後、長い目で見たときに潜在性のある新興国やアジアに分散投資しようというスタンスはより強まると思われます。その場合、相対的に規模の大きい日本市場に流入する資金が増えていく可能性も十分にあるというわけです。

日本の不動産投資市場は、一般にこれまではイールドギャップが大きく、高いリターンが期待できたことで注目されてきましたが、レバレッジの観点でいえば他の国も金利を下げているので、以前ほど魅力のある投資対象ではないというのが現状でしょう。ただし、分散と長期運用を目的とする政府系ファンドにとって、世界第2位の経済規模を持つ日本の不動産というアセットクラスに投資するのは、ある意味、当然だといえます。実物不動産が「投げ売り」ともいえる状態にある今日、資金に余裕のある政府系ファンドは絶好の買い時と見ているということも考えられます。従来どおりの継続的なマネーフローは十分にあり得るというわけです。

いずれにしても、現存するさまざまなファンドのなかで、政府系ファンドの割合は極めて大きいというわけではないため、打ち出の小槌的な捉え方ではなく、純粋に大きな一つの機関投資家と考えたほうが、彼らの実態を掴みやすいといえるでしょう。